

## Sommaire

17	Évaluation interne de l'intervention du FMI
17	Entretiens avec le Brésil
18	Déclaration du Ministre des finances du Brésil
20	Conférence de presse sur l'action du FMI en Asie
23	Principaux taux du FMI
24	Réunion de l'AEA
26	Sur le site Internet
27	Réunion de Francfort
29	Communiqués de presse
30	Réformes bancaires portugaises
30	Publications récentes

## Évaluation des programmes . . .

### Diffusion du rapport sur l'intervention du FMI dans trois pays asiatiques touchés par la crise

Le FMI a publié les résultats du premier examen interne de sa riposte à la crise qui a éclaté sur les marchés financiers asiatiques en 1997. Cet examen est centré sur les événements qui se sont produits jusqu'à fin octobre 1998 en Corée, en Indonésie et en Thaïlande, les trois pays les plus

durement touchés par la crise. L'étude, effectuée par le Département de l'élaboration et de l'examen des politiques et intitulée *IMF-Supported Programs in Indonesia, Korea, and Thailand: A Preliminary Assessment*, porte sur les causes de la crise, la riposte du FMI sous la forme de conseils et concours financiers aux trois pays, et la réaction aux programmes. Le rapport, qui inclut le résumé établi en décembre 1998 par le Président du Conseil d'administration

à l'issue de la réunion consacrée à cette question, a fait l'objet de la conférence de presse tenue le 19 janvier par Jack Boorman, Directeur du département susmentionné (page 20).

La crise asiatique diffère des crises précédentes par plusieurs aspects essentiels et semble révéler des failles dans un système économique et financier mondial de plus en plus intégré. Contrairement aux autres occasions innombrables où il a été fait appel au FMI, la crise asiatique n'a pas été causée surtout par la monétisation des déséquilibres budgétaires, mais plutôt par la fragilité du secteur financier, due en partie aux déficiences de la gestion dans le secteur financier et celui des entreprises et des administrations publiques. Ces déficiences, étant donné la rapidité croissante avec laquelle les flux de capitaux peuvent changer de sens, ont rendu ces économies de plus en plus vulnérables au revirement du sentiment du marché, à la détérioration de la conjoncture extérieure et à la contagion.

L'aide du FMI aux trois pays a été mise sur pied dans le cadre du mécanisme de financement d'urgence. Ce mécanisme, qui implique un processus de négociation, analyse et approbation fort écourté, a permis de mettre en place des programmes à très (suite page suivante)



Jack Boorman à la conférence de presse sur les programmes appuyés par le FMI en Asie.

### M. Camdessus se félicite du dialogue constructif avec le Brésil

Le 18 janvier, Michel Camdessus, Directeur général du FMI, a commenté les déclarations à la presse de Pedro Malan, Ministre des finances du Brésil, en ces termes (note d'information n° 99/3) :

Pour ce qui est de la position du FMI, je tiens à confirmer la déclaration de M. Malan. Je suis personnellement très satisfait des entretiens que les services et la direction du FMI ont eus le weekend dernier avec M. Malan et la délégation brésilienne. Ces entretiens, qui furent de vaste portée et constructifs, ont apporté des éclaircissements utiles sur l'orientation de la politique brésilienne.

Je me félicite en particulier de la confirmation par les autorités de l'orientation de la politique monétaire, dont le but sera de maintenir un faible niveau d'inflation,

objectif fondamental du plan *real*. Par ailleurs, je note avec satisfaction que le gouvernement brésilien a réaffirmé son intention de donner la plus haute priorité au rééquilibrage budgétaire ainsi qu'aux politiques structurelles et mesures de privatisation prévues au programme convenu avec le FMI.

Le dialogue entre le FMI et les autorités brésiliennes se poursuivra activement au cours des prochains jours. Une mission du FMI se rendra sous peu à Brasilia pour procéder à l'examen du programme fixé à la fin-février au plus tard et pour établir un nouveau cadre macroéconomique et monétaire.

Des extraits de la déclaration faite le 18 janvier par M. Malan sont présentés à la page 18.

**L'augmentation des quotes-parts entre en vigueur**  
Le communiqué de presse n° 99/4, diffusé le 22 janvier, figure sur le site du FMI ([www.imf.org](http://www.imf.org)) et sera inclus dans le prochain numéro du *Bulletin du FMI*.

## Déclaration du Ministre des finances du Brésil

Voici des extraits de la déclaration faite le 18 janvier 1999 par Pedro Malan, Ministre des finances du Brésil.

La Banque centrale a publié ce matin un communiqué annonçant que le taux de change sera désormais déterminé par les forces du marché. La politique monétaire aura pour objectif de préserver le faible niveau d'inflation résultant du plan *real* et, dans le court terme, de parer promptement aux fluctuations importantes du taux de change. Les interventions de la banque centrale sur les marchés des changes seront ponctuelles, limitées et destinées à lutter contre leur dérèglement.

Sous le nouveau régime des changes, les politiques budgétaire et monétaire auront un rôle encore plus cru-

cial à jouer pour assurer la stabilité des prix et la création de conditions propices à une croissance durable.

Le rééquilibrage budgétaire est notre plus haute priorité, et le gouvernement reste fermement attaché à la réalisation de cet objectif. Nous n'épargnerons aucun effort pour réduire le déficit à tous les niveaux d'administration et pour obtenir les résultats annoncés pour 1999-2001 dans le Programme de stabilité budgétaire. Des mesures additionnelles seront adoptées, le cas échéant, pour faire face aux répercussions sur le budget de la dévaluation de la monnaie. Le gouvernement fédéral veille à l'application des accords conclus avec les États et a déjà fait jouer, selon les besoins, les garanties contenues dans ces accords. ■

### Auto-évaluation par le FMI de son intervention

(suite de la première page) brefs délais pour faire face dans l'immédiat aux vives pressions du marché. Par la même occasion, il a fallu effectuer analyse et négociations en un temps record et prendre les décisions parfois sur la base d'informations incomplètes.

#### Rétablir la confiance

Les mesures de riposte relevant des programmes appuyés par le FMI ont été adaptées à la nature particulière de la crise. Étant donné la spécificité et l'ampleur de celle-ci, la stratégie retenue prévoyait un dosage de mesures macroéconomiques et structurelles, ainsi que l'engagement d'un volume sans précédent de ressources financières en vue de briser le cycle sorties de capitaux-dépréciation de la monnaie-fragilité du secteur financier.

Un autre élément important des programmes est la décision de maintenir le régime de flottement, laquelle fait partie de la riposte initiale des trois pays face aux pressions apparues, au lieu de porter la parité à un niveau jugé défendable et compatible avec les fondamentaux à moyen terme. Résultat, la monnaie a continué à se déprécier. Il aurait été possible, aussi bien que souhaitable, de trouver une solution plus ordonnée à un stade moins avancé de la crise, mais, au plus fort de celle-ci, le flottement est apparu comme l'alternative la plus pratique, surtout en Corée et en Thaïlande, où la défense de la parité a épuisé les réserves et réduit fortement la marge de manoeuvre des autorités.

Les programmes et leurs premières tentatives n'ont pas rétabli la confiance de façon suffisamment rapide, surtout en Indonésie, mais aussi en Corée et en Thaïlande. Le climat d'incertitude économique et politique n'a pas rassuré les investisseurs et il en a résulté un cercle vicieux sortie de capitaux-dépréciation-fragilité du secteur financier et des entreprises. Alors que les effets inflationnistes de la dépréciation ont été assez bien maîtrisés en Corée et en Thaïlande, l'inflation s'est fortement accrue en Indonésie. La croissance a chuté dans les trois pays et le solde extérieur courant a enregistré des

fluctuations marquées. L'ampleur prise par la récession tient en grande partie à l'important ajustement de ce solde, imposé par les sorties de capitaux qu'il était impossible de compenser par des apports encore plus élevés de capitaux officiels.

Il était en soi difficile de restaurer rapidement la confiance, étant donné le niveau des réserves des pays en crise, l'instabilité de l'opinion du marché et les divers problèmes structurels à résoudre. Plusieurs facteurs ont contribué à affaiblir la confiance, dont les incertitudes politiques, le manque de volonté d'agir, la révélation d'informations qui ont ébranlé davantage la confiance, la couverture de la garantie des dépôts bancaires et les incertitudes entourant les montages financiers.

On s'aperçoit rétrospectivement que les programmes n'ont pas été financés comme il aurait fallu dans un environnement où l'objectif clé, qui est de rétablir la confiance, n'a pas été atteint. De toute évidence, il aurait fallu soit augmenter les apports de capitaux officiels, soit accroître la participation du secteur privé. La première solution aurait été cependant difficile à appliquer, étant donné le niveau limité des ressources et le risque moral qu'elle pose. Une intervention concertée plus prompte du secteur privé aurait pu être envisagée, mais une action trop agressive aurait pu avoir des conséquences défavorables pour les marchés émergents en général, si le secteur privé avait conclu à une modification des règles du jeu.

La grande leçon à en tirer, c'est qu'il faut explorer ces possibilités en prévision de nouvelles crises, c'est-à-dire trouver les instruments et mécanismes encourageant le secteur privé à conserver ses capitaux dans un pays qui risque de perdre de son accès aux marchés, sans créer d'effet de contagion. Plus importante encore est la prévention : il faut éviter un degré de vulnérabilité financière qui rende la crise probable et complique sa résolution.

#### La riposte

**Politique monétaire.** L'objectif fondamental de la politique monétaire était d'éviter une spirale inflation-

dépréciation. Cependant, la crainte qu'un durcissement monétaire excessif n'entraîne une grave récession a conduit les autorités à choisir une ligne d'action intermédiaire et à défendre la parité au lieu d'essayer d'atteindre à tout prix un objectif de taux de change.

En 1997, les autorités des trois pays ont montré de la réticence à resserrer la politique monétaire, aussi bien avant qu'après la décision de laisser flotter les taux de change, et elles ont eu en conséquence plus de mal à stabiliser la situation par la suite. Au début de 1998, la Corée et la Thaïlande avaient déjà durci sensiblement leur politique, avec pour résultat de stabiliser et renforcer ensuite le taux de change. Le resserrement ne fut pas extrême, ni par son intensité ni par sa durée, en comparaison de ce qu'ont fait d'autres pays en crise avant elles, et il est peu probable qu'il ait été pour beaucoup dans la baisse de la production. En Indonésie, l'évolution monétaire s'est fortement écartée des prévisions, car les autorités avaient perdu le contrôle de la situation dans un environnement caractérisé par des remous politiques et l'effondrement du système financier. La situation ne s'est stabilisée qu'à la fin de 1998.

**Politique budgétaire.** Les programmes initiaux des trois pays prévoyaient un certain degré de rigueur budgétaire à l'appui de l'ajustement extérieur, dans le but de permettre le financement d'une partie des coûts de la restructuration bancaire et, partant, de renforcer la confiance.

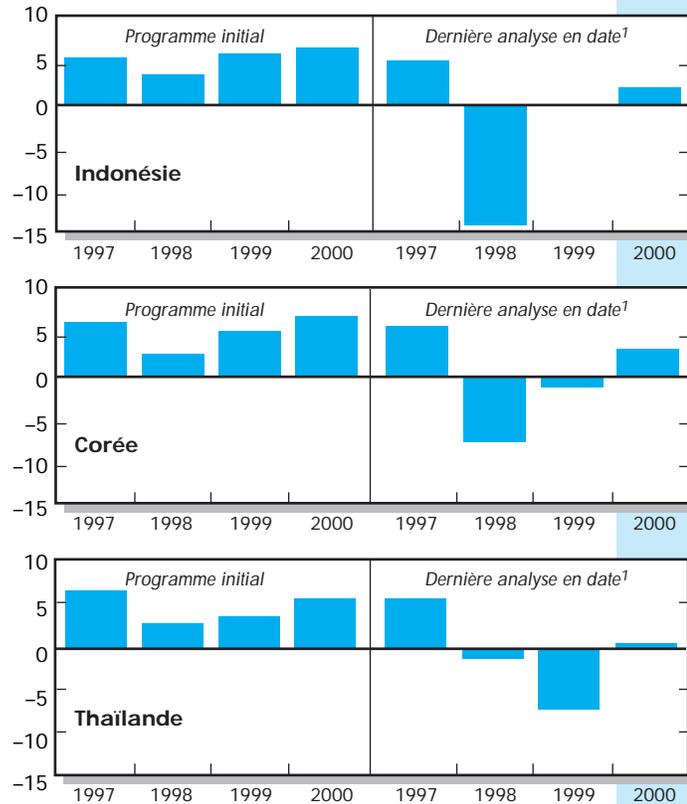
Au cours de l'exécution des programmes, les objectifs budgétaires ont été sensiblement révisés en fonction de l'évolution de la situation économique, lorsqu'il était manifeste que ces pays entraient dans une profonde récession. Lors des réexamens initiaux des programmes, des mesures additionnelles y ont été incorporées pour compenser en partie la détérioration du solde budgétaire due à la modification de la situation. Plus récemment, la priorité a été accordée au soutien de la production et à l'accroissement de la protection sociale. Dès le départ, on a laissé le déficit budgétaire s'accroître pour compenser, au moins en partie, l'effet automatique de la baisse de l'activité et des revenus et de la dépréciation de la monnaie, et l'économie a été ainsi soutenue depuis le début de 1998. Lors des récents réexamens, les programmes budgétaires ont été encore assouplis pour laisser davantage jouer les stabilisateurs automatiques. Dans certains cas, toutefois, il a été difficile pour les autorités d'ajuster les programmes assez rapidement pour donner à l'économie l'impulsion prévue.

**Réformes structurelles.** Il était entendu dès le départ que les réformes structurelles devaient être au centre des programmes, à la lumière des grandes déficiences génératrices de la crise. La Banque mondiale et la BASD ont joué un rôle essentiel dans l'élaboration des composantes structurelles des programmes. En ce qui concerne le secteur financier et celui des entreprises, deux grandes lignes d'action ont été suivies : faire face aux conséquences de la crise et établir le dispositif pruden-

tiel propre à empêcher qu'elle ne se reproduise. Étant donné la nécessité d'une action immédiate ainsi que le grand nombre et le vaste éventail des questions à résoudre, la stratégie de restructuration de ces secteurs a été modulée en fonction des événements et à mesure que la nature et l'ampleur des problèmes étaient mieux

## Indonésie, Corée et Thaïlande : croissance du PIB réel

(En pourcentage)



<sup>1</sup>Par «dernière analyse en date», on entend le dernier rapport des services du FMI qui présente des prévisions complètes à moyen terme. (Août 1998 pour l'Indonésie, novembre 1998 pour la Corée, août 1998 pour la Thaïlande.)

Source : rapports des services du FMI

connues. Plusieurs leçons importantes peuvent être tirées : le FMI doit affiner ses politiques dans le domaine de la gestion des crises financières et de la restructuration des secteurs financier et des entreprises; qui dit restructuration financière dit restructuration des entreprises; et il faut, dans ce processus, remédier dès le départ et en priorité aux déficiences du cadre institutionnel et juridique.

Des réformes structurelles dans d'autres domaines (gestion publique, politique de concurrence et échanges commerciaux) ont été prévues pour jeter les bases d'une croissance durable. Les politiques sociales ont été considérées comme faisant partie intégrante du programme : l'inquiétude suscitée par l'effet de la crise sur les groupes sociaux les plus pauvres et les plus vulnérables a été exprimée dès le début et s'intensifie à mesure que la récession s'aggrave.

On a reproché aux programmes de prévoir trop de mesures structurelles pour une période où l'économie

est très fragile et d'inclure des mesures qu'il aurait mieux valu différer, critiques qui ne peuvent être entièrement ignorées. C'est ainsi que les programmes ont été peu à peu centrés sur le secteur financier et celui des entreprises. Par ailleurs, l'urgence de la situation et la complémentarité des réformes ont rendu nécessaire l'adoption simultanée de nombreuses mesures. Enfin, la reprise ne saurait se produire sans une vaste réforme structurelle. Il ressort toutefois de ces considérations qu'il faut examiner plus avant à quel rythme et dans quel ordre effectuer les réformes.

### Conclusions provisoires

Comme la situation ne cesse d'évoluer et les programmes sont en cours de révision, toute conclusion faite à ce stade ne peut être que provisoire.

Des trois pays en crise, la Corée et la Thaïlande ont assez bien réussi à maintenir le programme dans la voie tracée, au contraire de l'Indonésie, où des dérapages, attribuables en partie à la gravité de la crise politique, se sont produits dans l'application du programme, qui a dû être sensiblement modifié. Si cette période a été très pénible pour les trois pays, la situation a évolué de façon beaucoup plus favorable dans les deux pays qui ont persévéré dans l'exécution de leur programme. Pour la Corée et la Thaïlande, le défi consiste à poursuivre l'ajustement et à passer de la phase difficile où l'effet des mesures

commence à se faire sentir mais où leur crédibilité n'est pas encore établie, à celle où elles peuvent commencer à en recueillir le fruit. Par contre, l'Indonésie a devant elle une tâche plus ardue, car il lui faut remédier aux dérapages répétés et interrompre son glissement vers une situation sociale de plus en plus difficile. Ses progrès récents dans cette voie sont cependant encourageants.

Au stade actuel, le risque de dérapage n'est écarté pour aucun pays, qu'il soit lié à l'évolution de leur situation intérieure ou à celle de la conjoncture extérieure. La récession a continué à s'aggraver dans ces pays, et il n'est pas encore certain que les réformes réussissent à remédier aux déficiences structurelles et à rétablir une croissance durable. L'évolution de l'économie mondiale, notamment la faiblesse de l'économie japonaise, les turbulences dans d'autres régions et la forte baisse du prix des produits de base menacent elles aussi le processus de stabilisation et risquent de retarder la reprise. Mais la situation se stabilise et certains signes laissent à penser que le pire est passé et que la croissance devrait reprendre en 1999. ■

L'étude intitulée *IMF-Supported Programs in Indonesia, Korea, and Thailand: A Preliminary Assessment* (avec le résumé établi par le Président du Conseil d'administration) et effectuée par Timothy Lane, Atish R. Ghosh, Javier Hamann, Steven Phillips, Marianne Schulze-Ghattas et Tsidi Tsikata, figure sur le site du FMI ([www.imf.org](http://www.imf.org)).

Conférence de presse . . .

## Le FMI défend ses recommandations aux pays asiatiques en crise

*Le 19 janvier, lors de sa vidéoconférence avec les journalistes asiatiques réunis à Singapour et d'une conférence de presse tenue à Washington, Jack Boorman, Directeur du Département de l'élaboration et de l'examen des politiques du FMI, a fait le point à l'issue de la première évaluation par le FMI des programmes appliqués avec son appui par la Corée, l'Indonésie et la Thaïlande. Voici des extraits de ses remarques d'ouverture et quelques-unes des questions qui ont été posées. Pour la transcription intégrale des deux conférences, se reporter au site du FMI ([www.imf.org](http://www.imf.org)).*

**M. BOORMAN :** Il ressort de l'étude que les recommandations du FMI, plus ou moins suivies par la Corée, l'Indonésie et la Thaïlande, étaient dans l'ensemble adaptées aux circonstances, étant donné les connaissances que l'on avait au moment de l'élaboration des programmes et celles qui ont nécessité leur révision. L'étude a abouti à quelques conclusions fondamentales :

- Le relèvement des taux d'intérêt s'est imposé d'emblée pour empêcher les monnaies de suivre une spirale à la baisse qui aurait été sans cela plus marquée.
- L'austérité budgétaire semblait justifiée dès le début, sur la base de l'évaluation initiale du FMI — entre autres — de l'ampleur que prendrait la récession. Mais, par la

suite, il a été jugé nécessaire d'assouplir la politique budgétaire. Cependant, on ne peut s'empêcher de se demander s'il n'aurait pas fallu le faire plus tôt.

- L'accent a été mis à juste titre sur les mesures structurelles, notamment la réforme du secteur financier et la restructuration des entreprises.

Cette crise diffère des autres occasions innombrables où le FMI est intervenu, car elle n'a pas été causée par des dépenses publiques excessives ni par le financement monétaire de ces dépenses. Elle tient surtout à la fragilité du secteur financier dans un monde caractérisé par l'instabilité des marchés financiers, qui peuvent évoluer avec une soudaineté foudroyante. Si les pays n'agissent pas à temps pour résoudre les problèmes qui surgissent, comme dans le cas de la Thaïlande, par exemple, la marge de manœuvre disponible se réduit considérablement. Lorsque c'est trop tard, le défi consiste pour les pays en crise — et, d'ailleurs, pour le FMI et la communauté internationale — à trouver un moyen de mettre rapidement fin à la crise et de promouvoir une croissance durable.

Face à une crise de confiance se manifestant par l'effondrement de la valeur de la monnaie, avec risque d'hyperinflation, le gouvernement n'a guère d'autre choix que d'opter pour la rigueur monétaire. Les trois pays ont

relevé les taux d'intérêt pour encourager la détention d'actifs en leur monnaie, mais leur intervention n'a pas été assez rapide et énergique pour empêcher la situation de se transformer en crise. Tous les pays voient maintenant les avantages d'une politique monétaire restrictive : la stabilisation des taux de change a permis une baisse des taux d'intérêt. En Corée et en Thaïlande, les taux d'intérêt sont à présent retombés à leur niveau d'avant la crise. Si c'était à refaire, nous ferions les mêmes recommandations, mais en insistant sur une action plus prompte et plus agressive.

Sur le plan budgétaire, une politique plus restrictive a été prévue dès le début pour permettre le financement d'une partie des coûts élevés et inévitables de la réforme financière. Lorsque cette action a été envisagée, le FMI, comme la plupart des autres observateurs, ne prévoyait qu'un recul comparativement faible de la croissance.

La politique budgétaire a été assouplie quand il est devenu manifeste que la récession traversée par ces pays serait plus grave que prévu et qu'une politique expansionniste aiderait ceux-ci à lutter contre elle. Deux points sont à souligner ici : premièrement, c'est l'effritement de la confiance qui nous a conduits à mettre initialement les pays en garde contre les dérapages budgétaires; et, deuxièmement, il ne faut pas surestimer le degré du durcissement effectif. Mais les objectifs budgétaires relevant des programmes ont été fixés sur la base de prévisions macroéconomiques qui se sont révélées erronées et la politique aurait pu être assouplie plus tôt en fonction de l'évolution des circonstances.

Le rapport examine en outre pourquoi les projections initiales ont été trop optimistes et le message qui en ressort est quelque peu complexe et nuancé. Certes, les projections ont été optimistes, mais elles étaient fondées sur le principe que les programmes se dérouleraient comme prévu, ce qui exigeait une application énergique des mesures et le retour rapide de la confiance. Ces projections ne se sont pas confirmées pour plusieurs raisons, dont le manque de clarté de certaines mesures, l'hésitation de la part des autorités à exécuter leurs propres politiques et, surtout, la réaction des marchés financiers.

Une grande importance est accordée aux mesures structurelles dans le rapport, qui fait ressortir la nécessité de centrer l'attention sur celles-ci pour remédier aux causes fondamentales du problème, notamment la vulnérabilité des secteurs financier et des entreprises. Les mesures structurelles mettent du temps à donner des résultats, et il est, selon moi, trop tôt pour conclure qu'elles ont été trop ambitieuses ou trop diffuses. Suite à l'examen des programmes, nous demeurons convaincus de la nécessité de centrer ceux-ci sur de vastes réformes structurelles des secteurs financier et des entreprises dans ces trois pays. En outre, la protection sociale a été renforcée, voire créée dans certains cas, pour alléger le coût humain de la crise, tâche importante à laquelle ont collaboré le FMI, la Banque mondiale et la Banque asiatique de développement.

Enfin, je voudrais dire quelques mots au sujet de l'autre document, le résumé du Président du Conseil d'administration, qui est une synthèse des points de vues exprimés par les 24 administrateurs représentant les 182 pays membres du FMI. Le Conseil a souscrit à l'opinion des services du FMI sur la nature exceptionnelle de la crise et a approuvé la vaste portée des programmes, qui comportent à la fois des politiques macroéconomiques et structurelles, ainsi que l'apport de financements extérieurs de montants records.



Jack Boorman (à gauche) et Shailendra J. Anjaria, Directeur du Département des relations extérieures du FMI, répondent aux questions des journalistes.

Le but de l'évaluation est de mettre à profit l'expérience que les pays et nous-mêmes avons acquise jusqu'à ce jour, de réfléchir profondément et avec objectivité sur la crise et de faire connaître aux observateurs extérieurs nos analyses et opinions. Nous commençons à en tirer des leçons, dont un certain nombre sont étudiées au cours de débats sur l'architecture financière internationale. Il y a certes des moyens de prévenir les crises, qui consistent, par exemple, à accroître la transparence des informations financières et à améliorer le contrôle et la réglementation du secteur financier dans tous les pays. Nous cherchons en outre les moyens de promouvoir une plus grande participation du secteur privé à la prévention et à la solution des crises financières et essayons de déterminer si le financement officiel est adéquat.

**QUESTION :** *Le FMI semble avoir admis qu'il a contribué aux ruées sur les banques qui se sont produites en Indonésie après la fermeture de 16 banques en novembre 1997. Cet épisode a-t-il été pour beaucoup dans l'écroulement du programme et l'effondrement consécutif de l'économie?*  
**M. BOORMAN :** C'est l'une des questions les plus difficiles qui se sont posées au cours de l'évaluation. Je vais la décomposer en deux. Premièrement, à propos de l'effet de la fermeture des banques sur les marchés, je voudrais vous inviter à tracer la trajectoire suivie par la roupie depuis le milieu de 1998 et à voir à quoi correspondent les grandes phases de repli, par exemple si elles corres-

pondent à la fermeture des 16 banques, aux rumeurs sur la maladie du Président Suharto, à l'annonce par M. Habibie de sa candidature à la vice-présidence, etc. La fermeture des 16 banques a relativement peu joué dans le recul de la roupie lorsque l'on considère sa baisse globale.

Deuxièmement, au sujet des fermetures elles-mêmes, elles relèvent d'une question fondamentale : pourquoi fermer ces banques à ce moment-là? Il y avait, tout le monde le sait, de graves déficiences dans le système bancaire indonésien. Le signal que les autorités allaient s'attaquer au problème en fermant les banques fragiles était attendu par les deux parties intéressées. Ce que nous nous demandons, c'est non pas si ces banques auraient dû être fermées, mais si la question de la garantie des dépôts a été réglée de façon adéquate et si le nombre de banques fermées a été en fait suffisant.

La garantie des dépôts est une question que tous ceux d'entre nous qui ont participé à la prise de décision ont eu beaucoup de mal à résoudre. Si on a pris en novembre 1997 la décision de limiter la couverture, c'est parce que l'on sait que l'existence d'une garantie des dépôts avant la crise, ou l'impression que les dépôts sont garantis, amène certains créanciers et débiteurs à avoir un comportement au mieux insoucieux, voire irresponsable. Par ailleurs, la manière dont la garantie était offerte et expliquée laissait à désirer. J'ai l'impression que le public n'était pas bien informé de l'existence de la garantie. On ignore à quel point il avait confiance en celle-ci : même les déposants qui auraient été couverts par la garantie ont retiré leurs fonds.

**QUESTION :** *Les taux d'intérêt très élevés de la Corée ont nui à son économie et sont peut-être l'une des raisons pour lesquelles la récession a été plus forte que prévu; par ailleurs, d'aucuns soutiennent que le rééchelonnement a été plus essentiel à la stabilisation de sa monnaie que le relèvement des taux d'intérêt. Qu'en pensez-vous?*

**M. BOORMAN :** Le plus gros chapitre du rapport est probablement celui qui est consacré à la politique monétaire, du fait même des questions que vous soulevez. Savoir de combien il faut relever les taux d'intérêt et pour combien de temps est un art aussi bien qu'une science. C'est la raison d'être des banques centrales — avoir une connaissance intuitive des marchés, comprendre leur fonctionnement et pouvoir coopérer avec eux pour utiliser les taux d'intérêt dans le but de faire naître la confiance. L'étude traite de l'expérience d'autres pays en la matière. Il est à noter qu'un taux au jour le jour de 30 % n'est pas exceptionnellement élevé en situation de crise.

Quant à savoir s'il a été fait bon usage des taux d'intérêt et de la politique monétaire, vous devez vous poser deux autres questions : à quel point les conditions monétaires se sont-elles resserrées et dans quelle mesure ont-elles contribué à l'affaiblissement de l'économie? En réponse à la première question, il est particulièrement intéressant de noter que les conditions monétaires ne se sont pas beaucoup resserrées, ni pour très longtemps, en Corée ou en Thaïlande.

Au sujet de la seconde question, l'étude montre que le resserrement des conditions monétaires n'a pas été pour beaucoup dans la récession. Celle-ci a de nombreuses autres causes, dont certains facteurs sujets à variation, comme les positions en devises non couvertes des entreprises, leur endettement à court terme, etc.

Mais il est difficile de savoir comment gérer les politiques monétaire et de taux d'intérêt en situation de crise, lorsque celle-ci tient aussi à la fragilité du secteur financier. Il faut approfondir la question, mais les faits montrent que dans ce cas la politique monétaire s'est avérée efficace.

Pour ce qui est du rééchelonnement, la reconduction des engagements à court terme et la restructuration de ces obligations ont contribué pour beaucoup à atténuer les pressions sur le marché des changes. Mais il est difficile de savoir à quel point l'un ou l'autre de ces facteurs a concouru à la stabilisation de la monnaie. Après la restructuration de janvier, lorsque le won a été de nouveau soumis à des attaques et que les autorités ont eu recours aux taux d'intérêt, la réaction obtenue semble indiquer l'importance de la politique de taux d'intérêt.

**QUESTION :** *Pouvez-vous préciser les mesures qui auraient dû être prises pour éviter la crise? Et comment comptez-vous améliorer vos prévisions de croissance?*

**M. BOORMAN :** Au sujet de la première question, il ne s'agit pas simplement de prendre telle ou telle mesure, mais de savoir comment les opérations sont conduites et les politiques établies. Dans chacun de ces pays, il y a un certain nombre de choses qui auraient dû être corrigées depuis des années. Ces pays étaient voués à une très grande vulnérabilité lorsqu'ils ont accepté des capitaux à court terme dans des conditions qui ont fini par être très déstabilisantes.

La manière dont la Corée et la Thaïlande ont libéralisé les flux de capitaux est au coeur du problème. La Corée a permis à ses banques de contracter des emprunts extérieurs à très court terme, dont le produit a été rétrocédé ensuite aux entreprises coréennes sous la forme de crédits à moyen et à long terme. Il en a résulté un manque de concordance des échéances. Par ailleurs, les capitaux étrangers à long terme n'ont pu entrer en Corée. Le marché obligataire n'était pas développé et beaucoup de restrictions limitaient l'achat d'actions. Une telle structure a rendu le pays très vulnérable à l'ouverture des marchés en raison des incitations au recours aux engagements à court terme.

En ce qui concerne l'amélioration des prévisions de croissance, le problème est en partie lié aux hypothèses retenues. Si vous partez du principe que la politique sera appliquée et la confiance rétablie, vous allez aboutir à un scénario donné, mais ce scénario risque de ne pas se confirmer si le marché ne réagit pas comme prévu. Une chose que vous pouvez faire, c'est tenir compte des aléas de manière plus explicite que d'ordinaire. Pour le programme mexicain, nous y avons explicitement inclus plusieurs scénarios correspondant à diverses évolutions

du prix du pétrole. Vous pouvez en outre examiner de façon aussi détaillée et minutieuse que possible ce qui se passe dans les pays voisins si les choses vont mal. C'est ce que nous faisons dans une certaine mesure dans notre évaluation des perspectives de l'économie mondiale, mais il y a d'autres aspects. Par exemple, l'effondrement du baht thaïlandais peut modifier la position concurrentielle de la Malaisie, de l'Indonésie et d'autres pays de la région; comment pouvez-vous inclure cela plus explicitement dans vos prévisions de croissance?

**QUESTION :** *Que peut faire de plus le FMI pour informer les marchés?*

**M. BOORMAN :** Le FMI publie davantage de documents, notamment les lettres d'intention des pays sur leurs programmes et les notes d'information au public, qui présentent un résumé des débats du Conseil d'administration sur l'évolution des pays.

Dans un monde où les marchés sont ouverts, les programmes des pays à marché émergent qui ont accès aux marchés des capitaux ne seront efficaces que si ces marchés sont convaincus que la situation sera corrigée. Comment les convaincre? Vous ne pouvez pas tout simplement agiter un drapeau et leur dire que le pays a un programme avec le FMI et qu'ils doivent donc nous faire confiance. Les marchés ont besoin de beaucoup d'informations pour évaluer les programmes et politiques ainsi que la volonté d'agir des autorités. Par ailleurs, les responsables doivent expliquer les mesures qu'ils prennent, indiquer les raisons de leur action et les résultats initiaux qu'ils en attendent. Ils doivent admettre que ces résultats ne sont pas toujours plaisants tout en veillant à ce que l'attention du public reste centrée sur les objectifs.

**QUESTION :** *Quelles sont les principales erreurs que le FMI a commises en Asie?*

**M. BOORMAN :** Voici quelques exemples du type de leçons que nous en avons tirées. J'en ai déjà donné deux. Nous nous rendons compte après coup que nous aurions dû insister davantage pour que les pays agissent plus rapidement et plus agressivement afin de resserrer la politique monétaire et de relever les taux d'intérêt. Dans tous ces pays, l'action menée dans ces deux domaines était telle que, après l'adoption du régime de flottement, les marchés ne savaient pas très bien dans quelle mesure les pays allaient défendre la parité et comment serait gérée la politique monétaire.

Il faut en outre se garder d'être trop optimiste quant à la réaction initiale des marchés et du public aux programmes. Dans bien des cas, les autorités et nous-mêmes semblons passer par un processus à deux temps. Au Mexique, les mesures que les autorités s'étaient engagées à prendre en premier lieu ont dû être renforcées avant que les marchés ne soient convaincus de la capacité de celles-ci à s'attaquer vraiment à leurs problèmes. En Thaïlande, ce n'est qu'après l'entrée en fonction du nouveau gouvernement et les déclarations au public du Ministre des finances, qui a parlé fermement de la concep-

tion du programme et des mesures à prendre, que la population a été convaincue de l'aptitude des autorités à faire face à la situation. En Corée, c'est seulement après les élections — lorsque le Président élu, Kim Dae Jung, s'est exprimé énergiquement et a assuré le public du bien-fondé des politiques et de leur application intégrale — et la restructuration de la dette des banques commerciales que le cours des événements s'est modifié.

Il y a par ailleurs la question de la participation du secteur privé, sans doute la plus délicate des questions ayant trait à l'architecture financière. Pour prévenir les crises, comment peut-on amener le secteur privé à avoir un comportement qui soit le moins susceptible d'engendrer une vulnérabilité telle que celle observée dans ces pays? Cela relève du contrôle et de la réglementation en vigueur dans le pays en question, ainsi que dans les pays créanciers.

Des solutions possibles sont déjà appliquées à titre d'essai : l'Argentine et le Mexique ont obtenu de banques privées des lignes de crédit sur lesquelles ils peuvent tirer en cas de difficultés. Cela permet au secteur privé d'apporter une aide au pays en situation de crise au lieu de se mettre à l'abri et d'intensifier les pressions exercées sur celui-ci.

Comment assurer la participation du secteur privé une fois que la crise a éclaté? Il n'y a pas de mécanisme simple; aucune institution dans le monde n'a le pouvoir de forcer le secteur privé à maintenir sa participation. Nous avons beaucoup appris ces deux dernières années avec le cas de la Corée, de l'Ukraine et de la Russie. Mais il reste beaucoup de questions en suspens, dont celle-ci : comment rééchelonner ou restructurer la dette lorsque celle-ci est titrisée, c'est-à-dire revêt en grande partie la forme d'obligations? Nous travaillons avec la communauté internationale à la recherche d'une réponse à ces questions pour essayer d'améliorer la situation. ■

### Principaux taux du FMI

Semaine commençant le	Taux d'intérêt du DTS	Taux de rémunération	Taux de commission
18 janvier	3,48	3,48	3,72
25 janvier	3,44	3,44	3,68

Le taux d'intérêt du DTS et le taux de rémunération des avoirs correspondent à une moyenne pondérée des taux d'intérêt d'instruments à court terme émis sur les marchés monétaires des cinq pays dont la monnaie constitue le panier de calcul du DTS : le dollar E.U. (dont la part est de 39 %), le deutsche mark (21 %), le yen (18 %), le franc français (11 %) et la livre sterling (11 %). Le taux de rémunération des avoirs est le taux de rendement de la position rémunérée des États membres dans la tranche de réserve. Le taux de commission correspond à un pourcentage du taux du DTS (107 % actuellement) et représente le coût d'utilisation des ressources du FMI. Les trois taux sont calculés le vendredi et appliqués la semaine suivante. Les taux de rémunération et de commission de base sont ajustés en fonction des arrangements conclus au titre de la répartition des charges. Pour connaître les derniers taux, prière de s'adresser au (202) 623-7171, ou se reporter au site du FMI à : <http://www.imf.org/external/np/tre/sdr.htm>.

Source : FMI, Département de la trésorerie

**Il faut se garder d'être trop optimiste quant à la réaction initiale des marchés.**

## Les effets de la crise et les perspectives de l'économie mondiale



L'effet de la crise asiatique sur l'économie mondiale, les causes des crises financières et les perspectives de récession aux États-Unis sont parmi les questions débattues par l'American Economic Association (Allied Social Science Associations) à sa réunion annuelle, qui s'est tenue à New York du 3 au 5 janvier dernier.



M. Mussa : Les marchés émergents doivent améliorer leurs politiques.

### La crise asiatique

À une table ronde sur les leçons de la crise financière en Asie de l'Est, de hauts fonctionnaires du FMI et de la Banque mondiale, ainsi que d'autres observateurs, ont exprimé leurs points de vue à ce sujet. Michael Mussa, Directeur du Département des études du FMI, a déclaré que, sous l'effet de la crise, la production mondiale se situerait probablement à un niveau de 5 % inférieur à son potentiel à la fin de l'an 2000, et il a soulevé quatre points :

- Les marchés émergents doivent améliorer leurs politiques macroéconomiques tout en renforçant le contrôle et la gestion de leurs systèmes financiers pour atténuer le plus possible leur vulnérabilité aux crises financières. Cette action doit aller de pair avec des politiques saines en vue de réduire au minimum les risques créés par des entrées massives de capitaux privés.

- Il faut améliorer la riposte aux crises pour en limiter les dégâts, et les pays doivent continuer à résister aux pressions excessives des marchés des changes.

- Au niveau systémique, il ne suffit pas de s'en remettre au fonctionnement du marché, car celui-ci n'a pas de remède simple et rapide à opposer aux problèmes des pays où les défauts de paiement pourraient s'étendre à tout le système. L'apport d'une aide financière par la communauté internationale, notamment le FMI, est nécessaire mais n'est pas un remède à toutes les crises.

- Les conditions imposées par le FMI aident les pays à adopter des politiques appropriées et à prévenir les crises. La nouvelle facilité de réserve supplémentaire du FMI jouera un rôle important à cet égard.

Par la suite, M. Mussa a déclaré qu'il existe au niveau national divers mécanismes pouvant protéger les pays des conséquences des crises. Tel n'est pas le cas au niveau international, où il y en a trop peu.

Que s'est-il passé en Asie, s'est interrogé Joseph Stiglitz, économiste en chef à la Banque mondiale. *A priori*, les marchés n'avaient rien décelé d'anormal. Le positif l'emportait sur le négatif. Il y avait eu des pro-

blèmes en Thaïlande, mais ils étaient mineurs. Dans l'ensemble de l'Asie, le miracle avait joué et la croissance avait bénéficié à la grande majorité de la population. En outre, d'après les modèles économiques, nombre de pays qui n'ont pas traversé de crise financière avaient l'air plus vulnérable que les autres. Même après coup, il est difficile d'identifier les causes des crises. Le vrai problème a résidé dans l'ampleur des emprunts du secteur privé.

De plus, il est nécessaire d'atténuer les effets des crises. La protection sociale en vigueur dans les pays développés n'existe pas dans la plupart des pays en développement, en particulier dans les secteurs informels comme l'agriculture. Il faut prêter une plus grande attention à l'exposition des pays aux risques, ainsi qu'aux mesures à prendre pour les protéger des conséquences de ces risques. En dernière analyse, aucun pays n'a de politiques parfaites et l'architecture du système international doit être assez solide pour faire face aux vicissitudes.

Selon Rudiger Dornbusch, du Massachusetts Institute of Technology, si les crises «à l'ancienne» ont surtout influé sur le solde extérieur courant, la crise asiatique a eu un effet sur les bilans : l'évolution des taux de change a alourdi le fardeau de la dette et le problème s'est trouvé aggravé par la fragilité des systèmes bancaires. Du fait de la mondialisation, lorsqu'une crise éclate dans un pays, elle se propage rapidement dans d'autres et le problème, mineur au départ, prend des proportions énormes. La solution ne réside pas dans l'apport par le FMI de sommes plus élevées, mais dans une promptre restructuration de la dette. Dans un pays comme le Brésil, les prêts du FMI ont endigué la crise et ménagé du temps. C'est le moment pour le pays d'adopter un régime de caisse d'émission. Les responsabilités du FMI doivent être confiées à un prêteur offshore de dernier ressort.

Edmund Phelps, de l'université Columbia, New York, voit dans le renforcement du capitalisme la solution à une «crise de corporatisme». L'effondrement de certaines économies d'Asie est dû à une longue période de déséquilibre et d'attentes trop optimistes. Au niveau



M. Stiglitz : Il faut atténuer les conséquences des crises.

### M. Fischer : Il faut un prêteur international de dernier ressort

Dans l'allocution qu'il a prononcée le 3 janvier au déjeuner organisé par l'American Economic Association et par l'American Finance Association, Stanley Fischer, Premier Directeur général adjoint du FMI, a souligné la nécessité d'un prêteur de dernier ressort. Un résumé de cette allocution a été publié dans le numéro du *Bulletin du FMI* du 18 janvier 1999, pages 6-7. Le texte intégral est affiché sur le site du FMI : [www.imf.org](http://www.imf.org).



mondial, c'est à une nouvelle institution indépendante qu'il faut confier la diffusion d'informations opportunes aux marchés, rôle qu'un organisme officiel comme le FMI ne peut jouer sans risquer de précipiter une nouvelle crise.

### Le système financier international

Dans un autre panel, MM. Stiglitz et Dornbusch, ainsi que d'autres participants, ont traité des marchés financiers mondiaux et de la politique des pouvoirs publics.

M. Stiglitz a souligné la grande fragilité des dispositifs actuels et énoncé certains des principes régissant le nouveau système financier international. Il est nécessaire de s'attaquer à la racine des problèmes actuels. On ne saurait nier qu'il est difficile de mettre en place des institutions financières solides, même dans les pays industrialisés. L'essentiel, c'est de chercher à stabiliser les flux de capitaux et à assurer la solidité des systèmes bancaires. Il faut se garder d'avoir une vue anthropomorphe du marché et de le considérer comme une seule et unique entité. Il y a en réalité plusieurs marchés différents, tant à l'intérieur qu'à l'extérieur d'un pays.

Le FMI est vu sous deux angles extrêmes, dit M. Dornbusch. Certains estiment qu'il faut le transformer en une banque centrale mondiale et un prêteur international de dernier ressort, tandis que d'autres soutiennent qu'il a échoué et doit disparaître. Ces positions extrêmes ont l'une et l'autre peu de chances de se concrétiser. Dans le cas de l'Asie, c'est à la fois la teneur des programmes et le niveau d'aide qui ont été insatisfaisants. Le FMI a recommandé à juste titre aux pays en crise de relever les taux d'intérêt et d'assurer la stabilité budgétaire. Cependant, il aurait dû s'employer plus énergiquement à mettre au point une stratégie efficace en matière de dette.

David M. Jones, de la société Aubrey G. Lanston and Co. Inc., soutient que, si les pays étaient en mesure de résoudre leurs problèmes économiques, tout irait bien sur le plan international. Les marchés mondiaux ont frôlé la catastrophe à la mi-août 1998, après la crise russe. Les effets de la crise mondiale ont été limités par la prompt réaction d'Alan Greenspan, Président du Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve des États-Unis, qui a cherché à stabiliser les marchés après la quasi-faillite du fonds spéculatif Long-Term Capital Management (LTCM). La transparence est la clé du succès de la banque centrale et M. Greenspan, aussi bien que la Réserve fédérale, ont été nettement plus transparents dans leurs récentes initiatives.

### La Chine et la crise asiatique

Dans un panel chargé d'examiner si la Chine pourrait attraper le virus asiatique, Jeffrey Sachs, du Harvard Institute for International Development, a loué la Chine d'assurer un taux de croissance satisfaisant à un moment où les autres économies d'Asie stagnent ou sont en récession. Plusieurs facteurs sont à l'origine de

la crise : une mauvaise gestion interne et le «capitalisme de copinage», auxquels est venu s'ajouter le reurement des flux de capitaux internationaux. M. Sachs ne croit pas en l'argument avancé pour dénoncer le risque moral, à savoir que les apports de capitaux aux pays asiatiques se sont poursuivis parce que les investisseurs s'attendaient à être renfloués. En fait, c'est parce qu'ils s'attendaient, non pas à voir l'Asie s'effondrer, mais plutôt à réaliser de gros gains. Ce qui s'est passé, c'est que les marchés financiers internationaux n'ont pas bien fonctionné, créant ainsi une panique qui s'est autoalimentée.

La question de la stabilité future de la devise chinoise, le renminbi, a été abordée par Gene Chang, de l'université de Tolède. Selon lui, un grand nombre des conditions à l'origine de crises monétaires dans d'autres pays asiatiques n'existent pas encore en Chine. Le renminbi n'est pas convertible aux fins des mouvements de capitaux, les capitaux étrangers ne peuvent pas franchir librement la frontière et la Chine peut isoler ses marchés des chocs extérieurs. Mais il est probable que les coûts du maintien de la parité augmenteront à mesure que la situation internationale et intérieure évoluera. Une expansion budgétaire pourrait entraîner une détérioration du solde courant de la Chine. Ou encore, si le dollar de Hong Kong venait à se déprécier, cela susciterait des craintes pour la stabilité de l'économie de la RAS, lesquelles risqueraient d'entraîner une dépréciation du renminbi.

La Chine peut tirer plusieurs leçons de l'expérience de la Corée, estime Elliot Parker, de l'université du Nevada : il peut être coûteux de différer la libéralisation financière, une législation efficace sur les faillites est nécessaire à la croissance économique, les autorités nationales de contrôle doivent empêcher le processus de libéralisation de faire marche arrière et une plus grande transparence est toujours de mise.

### Tigres et tequilas

Les similarités et différences entre la crise asiatique et la crise mexicaine de 1994 ont été traitées par Guillermo Calvo et Carmen Reinhart, de l'université du Maryland, au cours d'une session animée par Stanley Fischer, Premier Directeur général adjoint du FMI.

Il y a un certain nombre de différences entre les deux crises, dit M. Calvo. Par exemple, le faible niveau de l'épargne a joué dans la crise mexicaine mais non dans la crise asiatique. L'effet de la crise russe sur les marchés a été surprenant, en ce que le défaut de paiement de la Russie a affecté tous les marchés émergents alors que le pays commerce rarement avec ceux-ci et que son économie ne représente pas plus de



M. Dornbusch : Le FMI aurait dû mettre au point une stratégie efficace en matière de dette.



M. Sachs : Les investisseurs ne s'attendaient pas à voir l'Asie s'effondrer.

1 % du PIB mondial. M. Calvo a observé la tendance à une communauté de vues des spécialistes de marché, qui influent ainsi indûment sur les investisseurs de Wall Street.

M<sup>me</sup> Reinhart a conclu à l'issue d'une étude de 20 marchés développés et émergents que la contagion est un phénomène plus régional que mondial. En outre, la susceptibilité aux crises est «non linéaire». En d'autres termes, ce n'est pas parce qu'un pays est victime de la contagion que d'autres pays le seront également, mais lorsque plusieurs pays sont en proie à la crise, la probabilité que celle-ci se propage augmente fortement. De la même façon, il s'est souvent formé des groupements de banques ayant des créances sur un débiteur commun. Lorsqu'une crise a éclaté, ces banques ont retiré leurs capitaux non seulement des marchés émergents en difficulté, mais aussi des autres marchés.



M. Calvo : L'effet de la crise russe sur les marchés a été surprenant.

Au sujet de ces deux interventions, Maurice Obstfeld, de l'université de Californie à Berkeley, a déclaré que la gravité des effets de la crise russe est en effet une question qui laisse perplexe.

Selon John Williamson, économiste en chef au Bureau régional Asie du Sud de la Banque mondiale, la crise s'est propagée en Asie en raison des risques pris par les pays sur les marchés internationaux. Il est clair qu'il faut réglementer les marchés des capitaux. En attendant, les pays doivent maintenir les défenses qu'ils ont érigées.



M<sup>me</sup> Reinhart : La contagion est un phénomène régional.

### La phase d'expansion actuelle

Dans une analyse des perspectives économiques des États-Unis, un panel a cherché à déterminer en quoi la phase d'expansion actuelle diffère des précédentes.

D'après Mark Watson, de l'université Princeton, le comportement du PIB paraît moins instable dans la phase actuelle. Le taux des obligations à long terme dans cette phase indique que la production continuera à augmenter, de même que le taux des fonds fédéraux.

Les taux d'inflation et de chômage actuels sont étonnants, estime James Stock, de l'université Harvard. Le taux de chômage naturel des phases précédentes est estimé à 6,7 %. Le chômage est maintenant tombé au-dessous de la limite inférieure de l'intervalle de confiance. Philip Klein, de

Pennsylvania State University, a souligné que les grèves dans le secteur industriel américain sont tombées en 1995 à leur point le plus bas en 15 ans, signe d'une baisse du pouvoir des syndicats qui a résulté en un marché du travail plus flexible.



M. Williamson : Les marchés des capitaux doivent être réglementés.

Alan Blinder, de l'université Princeton, ancien membre du Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve, a convenu que la phase d'expansion actuelle diffère des précédentes. Il est inhabituel qu'il y ait accélération de la croissance du PIB sans augmentation de l'inflation, dit-il, ajoutant que «si nous avions prédit ce résultat pour 1999, on nous aurait ri au nez et révoqués». La transparence plus grande de la politique de la Réserve fédérale a contribué à stabiliser le marché.

Au sujet de la durée de la phase d'expansion, Victor Zarnowitz, de la Foundation for Business and Economic Research, a déclaré que celle-ci est normalement suivie d'une phase de repli, qui est toutefois généralement limitée. Pour cette raison, il ne s'attend pas à une grave récession, même si la phase d'expansion actuelle venait à prendre fin. De toute façon, il n'est pas exclu qu'une grave récession soit suivie d'une forte expansion. ■

Ian S. McDonald

**Photographies :** Denio Zara, Padraic Hughes et Pedro Marquez (FMI).

### Sur le site Internet

#### Notes d'information au public (NIP)

Les NIP présentent l'évaluation faite par le Conseil d'administration des perspectives et politiques économiques des pays membres. Elles sont diffusées, avec le consentement des pays en question, à la suite des consultations au titre de l'article IV et fournissent en même temps des renseignements généraux sur leur économie.

#### Lettres d'intention et mémorandum de politique économique et financière

Établis par les pays membres, ces documents décrivent les politiques qu'ils ont l'intention d'appliquer dans le cadre du programme pour lequel ils demandent une aide financière au FMI.

#### Documents-cadre de politique économique

Préparés par les pays membres avec la collaboration des services du FMI et de la Banque mondiale, ces documents, qui sont mis à jour tous les ans, décrivent les objectifs économiques ainsi que les politiques macroéconomiques et structurelles retenus par les autorités dans le cadre des programmes d'ajustement triennaux appuyés par la FASR.

#### Documents récemment diffusés :

- Argentine : Mémorandum, 11 janvier
- Arménie : Lettres d'intention des 8 et 18 décembre 1998  
Document-cadre : 1998-2001
- Bénin : Lettre d'intention et mémorandum, 21 décembre, 1998
- Ghana : NIP n° 2, 12 janvier
- Malawi : Document-cadre, 1998/99-2000/01
- Niger : Document-cadre, 1998-2001
- Tadjikistan : Document-cadre, 1998-2001

Le texte intégral de ces documents est affiché sur le site du FMI ([www.imf.org](http://www.imf.org)).

## Les signes d'un retour au calme sont dus à l'action énergique de l'Asie

*Voici le résumé d'une allocution prononcée à la place de Michel Camdessus, Directeur général du FMI, par Hubert Neiss, Directeur du Département Asie et Pacifique, à la réunion tenue le 16 janvier par les ministres des finances de pays d'Asie-Europe à Francfort (Allemagne).*

Ces derniers mois, les signes donnant à penser que le pire est passé pour l'Asie se sont multipliés. L'optimisme prudent qui règne à présent repose sur l'action menée par l'Asie elle-même, dans plusieurs cas avec l'aide du FMI, et sur les mesures que les pays de par le monde ont prises pour soutenir l'activité économique et réduire le risque d'une récession mondiale.

### À l'origine de la crise

Les crises en Asie de l'Est tiennent à l'interaction de plusieurs facteurs : des secteurs financiers nationaux fragiles, une mauvaise gestion des affaires privées et publiques et un système mondial déficient. Avec le développement des marchés financiers mondiaux, surtout au début des années 90, l'Asie de l'Est a attiré les investisseurs, en grande partie par son excellente réputation en matière de croissance et de gestion macroéconomique. Mais la crise a révélé dans les pays hôtes de graves faiblesses structurelles, qui étaient passées inaperçues en raison de l'ampleur des flux, d'une mauvaise évaluation des risques par les créanciers étrangers, et de déficiences dans les pratiques de surveillance de certains pays créanciers.

Un autre facteur clé est le rythme de la libéralisation de facto des mouvements de capitaux à court terme, bien plus rapide que celle des flux à long terme, qui a encouragé les banques et entreprises intérieures à contracter de gros emprunts extérieurs à court terme. Les pays sont ainsi devenus très vulnérables au revirement soudain du sentiment des investisseurs, qui explique pour une grande part la rapidité et la virulence de la contagion de la crise, qui s'est propagée dans la région et a menacé de s'étendre au monde entier.

### La stratégie fondamentale des programmes appuyés par le FMI

Comme les pays étaient confrontés dans l'immédiat à une crise de liquidité, conjuguée à de graves problèmes structurels, il fallait mettre en place de vastes programmes comportant des politiques structurelles aussi bien que macroéconomiques.

- La réforme structurelle, notamment des secteurs financier et des entreprises, en a été l'élément central.
- Les politiques macroéconomiques ont été utilisées en un premier temps pour stabiliser l'économie et, ultérieurement, pour favoriser la reprise. La politique monétaire avait pour but de prévenir une spirale dépréciation-inflation; une fois les marchés des changes quelque peu stabilisés, les autorités ont laissé baisser les taux

d'intérêt. La politique budgétaire visait à soutenir la politique monétaire et à dégager les ressources nécessaires au financement des coûts de la restructuration bancaire.

- De gros montages financiers officiels, considérés comme un complément essentiel des programmes, ont été mis sur pied pour briser le cycle sorties de capitaux-dépréciation de la monnaie-fragilité du secteur financier.

L'importance de la dimension sociale des programmes a été reconnue dès le début, mais, la récession s'intensifiant, il est devenu évident que les conséquences sociales seraient beaucoup plus graves que prévu. Des mesures plus vigoureuses ont alors été prises, par exemple, pour accroître les transferts de revenus et élargir la couverture de la protection sociale. Pour le long terme, la difficulté consiste à établir des programmes sociaux durables et efficaces par rapport à leurs coûts, qui ne suscitent pas de distorsions nuisibles sur le marché du travail ou ne découragent pas la création d'emplois. Les programmes prévoyaient une étroite collaboration avec la Banque mondiale et la BASD.

### Résultats et perspectives

Dans toute l'Asie, le souci est de relancer la croissance. Les politiques macroéconomiques à adopter à cet effet diffèrent d'un pays à l'autre, mais, dans presque tous les cas, de profondes réformes structurelles s'imposent.

Le Conseil d'administration du FMI a achevé l'examen du programme des Philippines au quatrième trimestre de 1998 avant d'examiner, en décembre, celui de la Corée, de l'Indonésie et de la Thaïlande. Les programmes se sont tous déroulés suivant la voie tracée et tous les pays ont effectué les achats à la date fixée. La Corée, premier pays à recourir à la nouvelle facilité de réserve supplémentaire, a pu effectuer son premier gros rachat [remboursement] moins d'un an après le début de la crise, preuve que le programme a bien fonctionné.

Le Conseil a été impressionné par les progrès réalisés dans la stabilisation des grandes variables financières, mais juge préoccupante la profonde récession de ces pays. Le repli a été bien plus marqué que prévu, en partie du fait de la dégradation inattendue de la conjoncture extérieure. Il en a résulté une forte révision des politiques macroéconomiques. Maintenant que l'effet de celles-ci commence à se faire sentir, les perspectives de reprise pour 1999 sont encourageantes. Il est difficile de prévoir avec précision quand le redressement se produira, mais des signes de reprise sont déjà apparus, au moins en Corée. Si ce résultat se confirme, la récession aura duré autant que celle qui a suivi la crise traversée par le Mexique trois ans auparavant.

L'autre effet de la récession et des sorties de capitaux, c'est un important ajustement du solde courant, lequel a dépassé de loin les projections initiales. Cet ajustement,

dû en grande partie à une forte compression des importations, a permis aux réserves extérieures d'augmenter fortement, favorisant ainsi l'appréciation de la monnaie observée dans chacun des pays en crise, qui a été si essentielle pour restaurer la stabilité. Les taux d'intérêt ont baissé, surtout en Corée et en Thaïlande, où ils se sont situés à un niveau égal ou inférieur à celui d'avant la crise.

Le retour à une croissance rapide dans le moyen terme est assurément à la portée de ces pays. Une forte épargne et une plus grande productivité joueront un rôle essentiel dans la reprise d'une croissance durable. Mais il subsiste de graves problèmes structurels, et la crédibilité des programmes exige une plus vive accélération des réformes au cours des mois à venir.

### Le retour à une croissance rapide est à la portée des pays asiatiques.

#### Autres pays d'Asie

La reprise dans les pays en crise dépend beaucoup de la situation des autres pays d'Asie. Les conditions macroéconomiques diffèrent sensiblement d'un pays à l'autre,

mais la plupart des pays doivent opérer d'importantes réformes pour renforcer leur économie à long terme.

Le Japon, deuxième grande puissance industrielle mondiale, a un rôle clé à jouer au niveau tant régional que mondial. L'une des conditions préalables à la reprise d'une croissance durable est la résolution des problèmes du secteur bancaire. La législation d'octobre 1998 représente un grand pas dans cette voie : elle porte création d'un vaste dispositif qui doit maintenant être appliqué avec efficacité et transparence. Mais les politiques macroéconomiques contribuent elles aussi pour beaucoup à stimuler la demande intérieure. Les initiatives récentes (annonce d'importants stimulants budgétaires appuyés par des mesures monétaires visant à favoriser la croissance de la liquidité) représentent certes des progrès dans la bonne direction. L'essentiel, c'est d'assurer que ces initiatives seront appliquées d'une manière propre à donner rapidement l'impulsion nécessaire à l'économie.

Les développements en Chine et dans la RAS de Hong Kong, notamment le maintien du régime des changes et la baisse ultérieure des taux d'intérêt, ont contribué à stabiliser les marchés financiers asiatiques. La politique budgétaire a elle aussi concouru au soutien de la demande dans les deux cas. Il est probable que la Chine verra la croissance ralentir cette année et qu'elle sera confrontée à de nombreux problèmes structurels, mais ses résultats économiques continuent à étayer la reprise dans les autres pays de la région.

La situation de l'Inde est assez différente de celle des pays de l'Asie de l'Est : l'activité économique n'a que peu reculé, l'inflation a augmenté et la balance commerciale s'est dégradée. Dans ces circonstances, il lui faut en priorité remédier à la faiblesse de la position budgétaire et freiner la rapide expansion monétaire.

En Malaisie, l'activité économique reste faible, et les perspectives d'une reprise durable sont incertaines. Bien

que la politique devienne plus expansionniste, nous redoutons les conséquences du contrôle des flux de capitaux et des changes, de l'application moins rigoureuse de certaines normes prudentielles et du crédit dirigé pour les perspectives de croissance à moyen terme.

#### Description d'une Asie revitalisée

Le retour à une croissance rapide, quoique légèrement moins forte qu'avant la crise, est à la portée des pays asiatiques. Comme il est fort possible que le volume des investissements soit plus faible que par le passé, l'accélération de la croissance dépendra des gains d'efficacité, lesquels ne pourront être réalisés sans l'application résolue de réformes structurelles. Deux possibilités s'offrent aux responsables : exploiter les qualités à l'origine de l'excellente réputation dont l'Asie de l'Est jouissait dans le passé, et accorder une importance nouvelle aux politiques visant à assurer une croissance de haute qualité.

En exploitant les qualités traditionnelles, les responsables peuvent créer une Asie qui :

- est ouverte et compétitive, et continue à éviter des politiques protectionnistes;
- consolide les acquis de bonnes politiques macroéconomiques;
- maintient un niveau élevé d'épargne intérieure;
- investit avec efficacité et favorise le progrès technique par de vigoureuses réformes structurelles.

En donnant la priorité à des politiques visant à assurer une croissance de haute qualité, les responsables économiques peuvent créer en même temps une Asie qui :

- dispose de systèmes financiers solides, reposant sur des normes et pratiques conformes aux principes internationalement acceptés;
- favorise la création d'un secteur privé indépendant et compétitif par une ferme gestion d'entreprise;
- applique des principes rigoureux de gestion publique et de transparence qui préviennent la collusion entre le gouvernement et les entreprises;
- libéralise ses marchés des capitaux en appliquant une stratégie ordonnée tout en renforçant les systèmes financiers intérieurs;
- améliore l'aide sociale et la protection de l'environnement.

#### Conclusion

Les récents événements d'Asie renforcent l'idée que tôt ou tard les pays en crise pourront retrouver une croissance rapide dont l'effet se fera sentir dans toute la région. Pour le moment, il est possible de déceler des risques et des contraintes, liés en particulier à l'évolution de la conjoncture extérieure et au réacheminement de nouveaux capitaux vers la région, qui ne permettent pas de savoir avec précision à quel rythme et quand la reprise aura lieu. Mais nous pensons, et cet avis semble maintenant partagé par beaucoup en dehors du FMI, que la croissance aura repris à la fin de 1999. ■

On trouvera ci-après des extraits de récents communiqués de presse du FMI, dont le texte intégral peut être obtenu sur le site <http://www.imf.org> ou, sur demande, par télécopie au numéro (202) 623-6278 (Division des relations publiques).

## Bénin : FASR

Le FMI a approuvé en faveur du Bénin le deuxième prêt annuel FASR, d'un montant de 9,1 millions de DTS (13 millions de dollars), à l'appui du programme économique et financier du gouvernement pour 1998-99. Le prêt sera décaissé en trois versements, dont le premier est fixé au 15 janvier 1999.

Pour consolider les acquis de ces dernières années, le gouvernement entend appliquer rigoureusement les réformes économiques et structurelles nécessaires et rattraper le retard récemment pris. La stratégie à moyen terme pour 1998-2001 vise à réduire davantage les déséquilibres financiers, à maintenir l'économie dans la voie de la création d'emplois et d'une croissance durables, et à diversifier la base de production. Ses principaux objectifs sont d'assurer une croissance du PIB réel de 5,5 % par an en moyenne, de maintenir l'inflation au-dessous de 3 % et de ramener le déficit extérieur courant à un niveau pouvant être soutenu sans recours au financement exceptionnel.

Dans le droit fil de cette stratégie à moyen terme, le programme économique et financier des autorités pour 1998-99 a été conçu de manière à favoriser l'accès aux services publics de base par une meilleure gestion des ressources publiques, et à accroître l'épargne publique en vue de réduire la part des investissements financée sur ressources extérieures.

### Réformes structurelles

Pour revitaliser la fonction publique et améliorer sa gestion, le gouvernement procédera à une réforme de ce secteur. En vue d'accroître les investissements étrangers ainsi que les investissements privés intérieurs, il est déterminé à élargir le programme de désengagement de l'État, notamment à restructurer et à privatiser un certain nombre d'entreprises publiques et à libéraliser les secteurs du coton et des services publics de télécommunications. Il améliorera le cadre réglementaire pour favoriser une expansion solide et durable du secteur privé.

### Besoins sociaux

Le gouvernement s'attachera en priorité à amortir l'effet de la politique d'ajustement sur les groupes sociaux les plus vulnérables en améliorant l'accès aux services essentiels et en poursuivant l'application de la stratégie adoptée face à la dimension sociale du développement.

Le Bénin est membre du FMI depuis le 10 juillet 1963. Sa quote-part est de 45,3 millions de DTS (64 millions de dollars). L'encours total des crédits reçus du FMI s'élève actuellement à 66 millions de DTS (93 millions de dollars).

Communiqué de presse du FMI n° 99/2, 11 janvier

## Pakistan : FASR, accord élargi, FFCI

Le 14 janvier 1999, le Conseil d'administration du FMI a approuvé le deuxième programme FASR, achevé le deuxième examen du programme appuyé par l'accord élargi et approuvé un achat au titre de la facilité de financement compensatoire et de financement pour imprévus (FFCI), destiné à compenser un manque à percevoir au titre des exportations de 1998.

Suite à la réunion du Conseil d'administration, un total de 409,5 millions de DTS (575 millions de dollars) sera décaissé dans le cadre de ces facilités. Une aide supplémentaire sera fournie au titre de la FASR (417,0 millions de DTS) et de l'accord élargi (379,1 millions) sur le reste de la période couverte par le programme.

## Objectifs du programme

Pour améliorer la balance des paiements et jeter les bases d'une croissance qui soit et demeure forte, le gouvernement a adopté un programme de mesures macroéconomiques et de réformes structurelles appuyé par le FMI, la Banque mondiale et la Banque asiatique de développement. Les objectifs macroéconomiques pour 1998-2001 sont de :

- porter le taux de croissance du PIB réel de 3-4 % à 5-6 % par an à moyen terme;

## Bénin : principaux indicateurs économiques

	1995	1996 <sup>1</sup>	1997 <sup>1</sup>	1998	1999	Programme	
						2000	2001
	(Variations annuelles en pourcentage)						
PIB en prix constants	4,6	5,6	5,6	4,4	5,7	5,6	5,9
	(En pourcentage du PIB)						
Déficit budgétaire global (sur la base encaissements- décaissements) <sup>2</sup>	-8,9	-6,0	-5,4	-5,7	-3,3	-3,2	-2,8
Service de la dette (après allègement de la dette) <sup>3</sup>	29,9	20,7	18,4	18,9	18,1	18,5	16,2
Solde extérieur courant <sup>4</sup>	-6,4	-4,5	-5,2	-4,9	-4,4	-4,5	-4,5

<sup>1</sup>Estimations.

<sup>2</sup>Non compris l'ensemble des dons officiels.

<sup>3</sup>En pourcentage des recettes budgétaires.

<sup>4</sup>Y compris les dons courants officiels mais non compris les dons-projets.

Sources : autorités béninoises et estimations et projections des services du FMI

- faire baisser l'inflation annuelle aux alentours de 6 % en 2001/02;
- ramener le déficit extérieur courant d'environ 3 % du PIB en 1998/99 à moins de 1,5 % en 2001/02;
- stabiliser le ratio dette totale du secteur public/PIB;
- améliorer les indicateurs sociaux.

### Politiques macroéconomiques et réformes structurelles

Pour réaliser ces objectifs, il est essentiel de procéder à un rééquilibrage budgétaire. Le but visé est de ramener le déficit budgétaire de 5,5 % du PIB en 1997/98 à 4,3 % en 1998/99 et à 3,3 % en 1999/2000. La politique monétaire est conçue de manière à rétablir la confiance sur les marchés financiers intérieurs et à assurer des apports continus de crédits au secteur privé sans compromettre les objectifs de croissance et de balance des paiements.

Le programme de réformes structurelles est en grande partie axé sur le budget et sur la restructuration des entreprises publiques et l'amélioration de leur situation financière. Le gouvernement fait actuellement de gros efforts pour élargir la base d'imposition, réorganiser l'administration des impôts et exécuter les plans de restructuration du secteur de l'énergie et des autres entreprises publiques. En même temps, il entend poursuivre la privatisation des institutions financières et la libéralisation des échanges et progresser davantage dans la mise en place de systèmes de change et de paiements fondés sur le marché.

### Financement extérieur

Le financement du programme convenu exigera de tous les créanciers du Pakistan un effort considérable. À cet égard, le Club de Paris se réunira normalement fin janvier pour examiner la demande du Pakistan à bénéficier d'un rééchelonnement des paiements au titre du service de sa dette à moyen et à long terme arrivant à échéance pendant la période couverte par le programme. Les autorités chercheront à obtenir des conditions comparables de tous les autres créanciers officiels, bilatéraux, bancaires et privés.

Communiqué de presse du FMI n° 99/3, 15 janvier

## L'intégration à l'Union européenne, facteur clé de la refonte du secteur bancaire

L'une des études de fond contenues dans le rapport récemment publié par le FMI sur le Portugal a pour objet de prendre le pouls du secteur bancaire à l'heure de l'entrée du pays dans la zone euro. L'auteur, Jörg Decressin, économiste au Département Europe I, parle ici de la profonde transformation du secteur bancaire portugais, des défis à venir et des leçons à tirer de son expérience.

**BULLETIN DU FMI :** Comment se portait le secteur bancaire portugais avant l'entrée du pays dans l'UE en 1986?

**M. DECRESSIN :** Le Portugal a nationalisé son secteur bancaire en mars 1975 et celui-ci s'est depuis lors déve-

loppé dans un environnement caractérisé par l'intervention de l'État dans l'ensemble de l'économie et de larges déséquilibres macroéconomiques, notamment des emprunts publics dépassant 20 % du PIB certaines années. Face au déficit, le gouvernement a eu recours à la monétisation, aux plafonds de crédit et au contrôle des flux de capitaux dans l'espoir de pouvoir ainsi mobiliser et acheminer davantage de fonds.

L'expansion de la base monétaire a créé des distorsions dans les bilans des banques. Les dépôts ont augmenté beaucoup plus vite que le crédit au secteur privé, et l'excédent de réserves a été affecté à l'achat de titres

### Publications récentes

#### IMF Economic Reviews (série gratuite)

*IMF Economic Reviews 1998: 3.* Recueil de notes d'information au public (NIP) pour la période allant de septembre à décembre 1998.

#### Staff Papers

*Staff Papers*, vol. 45, n° 4 (décembre 1998) (54 dollars les quatre numéros; 27 dollars pour les professeurs et étudiants des universités).

#### Documents de travail (7 dollars)

98/166 : *Economic Determinants of Government Subsidies*, Benedict Clements et al. Analyse empirique des déterminants des subventions publiques à l'aide de données sur 40 pays pour 1975-92.

98/167 : *The Decline of Traditional Sectors in Israel: The Role of the Exchange Rate and the Minimum Wage*, Eric V. Clifton. Examen du rôle de l'appréciation de la monnaie et du salaire minimum dans le déclin relatif des secteurs traditionnels en Israël.

98/168 : *Managing Capital Flows: Lessons from the Experience of Chile*, Bernard Laurens et Jaime Cardoso. L'expérience du Chili en matière de gestion des flux de capitaux à court-terme et les leçons à en tirer pour les décideurs.

98/169 : *Do IMF-Supported Programs Work? A Survey of the Cross-Country Empirical Evidence*, Nadeem Ul Haque et Mohsin S. Khan. Il ressort de cette étude de plusieurs pays que les programmes appuyés par le FMI ont généralement eu un effet stabilisateur sur l'économie.

98/170 : *Monetary Policy in the Aftermath of Currency Crises: The Case of Asia*, Ilan Goldfajn et Taimur Baig. Évaluation de la politique monétaire et de ses liens avec le taux de change dans cinq pays asiatiques en crise.

98/171 : *Private Saving in Colombia*, Alejandro López-Mejía et Juan Ricardo Ortega. Examen des principaux déterminants de la forte baisse de l'épargne privée en Colombie dans les années 90.

98/172 : *International Capital Flows and National Creditworthiness: Do the Fundamental Things Apply as Time Goes By?* Paul Cashin et C. John McDermott examinent dans cette étude si la structure des emprunts contractés par l'Australie sur les marchés internationaux après la période de contrôle des capitaux est optimale.

98/173 : *Fixed-Income Markets in the United States, Europe, and Japan: Some Lessons for Emerging Markets*, Garry J. Schinasi et R. Todd Smith. Détermination des facteurs qui contribuent au développement et à l'efficacité des marchés obligataires dans les principales économies avancées.

98/174 : *The Wage Bargaining Structure in Norway and Sweden and Its Influence on Real Wage Developments*, par Alun Thomas. Étude des déterminants des salaires dans les secteurs des biens échangeables et des services en Norvège et en Suède.

98/175 : *Export Credit Agencies, Trade Finance, and South East Asia*, Malcolm Stephens. Examen des causes de la baisse des crédits commerciaux dans l'Asie du Sud-Est après 1997.

#### Documents de synthèse (anciens documents d'analyse et d'évaluation des politiques économiques) (7 dollars)

98/14 : *Economic Transition and Social Protection—Issues and Agenda for Reform*, Sanjeev Gupta. Décrit les facteurs qui mettent un frein à la protection sociale dans les États baltes, en Russie et dans les autres pays de l'ex-URSS.

#### Rapports sur les États membres (15 dollars)

98/115 : Rwanda (Appendice statistique)

98/116 : Republic of Uzbekistan (Évolution récente de l'économie)

98/117 : Venezuela (Évolution récente de l'économie)

98/118 : Sri Lanka (Évolution récente de l'économie)

98/119 : Thailand (Appendice statistique)

98/120 : India (Évolution récente de l'économie)

98/121 : Fiji (Appendice statistique)

On peut se procurer ces publications en s'adressant à : Publication Services, Box XS900, IMF, Washington, DC 20431 (U.S.A.). Téléphone : (202) 623-7430. Télécopie : (202) 623-7201. Adresse électronique : publications@imf.org.

On trouvera sur le site <http://www.imf.org> des informations concernant le FMI, dont le texte intégral de la version anglaise du *Bulletin du FMI* et du *Supplément annuel consacré au FMI, Finance & Development*, un catalogue à jour des publications, tous les documents de travail et documents de synthèse du FMI, les Notes d'information au public (NIP) et le taux quotidien du DTS pour 45 monnaies.

d'État, directement ou indirectement sous la forme de dépôts peu rémunérés à la banque centrale. Presque tous les taux d'intérêt étaient fixés par voie administrative, et des taux bonifiés étaient accordés pour certains projets. En termes réels, les taux d'intérêt étaient faibles ou négatifs. À la veille de l'entrée du Portugal dans l'UE, nombre de banques n'étaient pas suffisamment capitalisées et enregistraient des pertes.

**BULLETIN DU FMI :** *Le Portugal a par la suite opéré une vaste réforme bancaire. Qu'a-t-il fait exactement?*

**M. DECRESSIN :** Les premières réformes bancaires avaient déjà été opérées dans le cadre d'un programme de stabilisation appuyé par le FMI en 1983-85. Le processus a été renforcé par la suite, avec pour résultat de transformer un secteur autrefois placé sous le contrôle rigoureux de l'État en un secteur totalement libéralisé et moderne.

Le Portugal a déréglementé son économie, procédé à des privatisations et libéralisé les flux de capitaux. Il était essentiel de réduire d'abord les larges déséquilibres macroéconomiques des années 80. Cela fait, les réformes ont eu lieu par étapes. Le cadre juridique et opérationnel a été libéralisé, et la réforme des instruments de politique monétaire a été engagée avant la seconde privatisation des banques d'État et l'abolition du contrôle des flux de capitaux. Les réformes juridiques et opérationnelles ont permis l'ouverture de banques privées, accru l'autonomie de la banque centrale et rendu possibles les opérations de banque universelle (c'est-à-dire la participation des banques à la fois à des activités commerciales et d'investissement). En outre, la réglementation prudentielle a été considérablement renforcée.

Dans le domaine monétaire, les autorités ont déréglementé les taux d'intérêt, aboli les plafonds de crédit et recouru aux opérations d'open market. Elles ont supprimé progressivement le contrôle des flux de capitaux, libéralisant en priorité les transactions les plus directement liées au commerce international et à l'ouverture des établissements. Enfin, le pays a lancé un ambitieux programme de privatisation.

**BULLETIN DU FMI :** *La participation du Portugal à l'UE et sa préparation à l'euro ont-elles favorisé la réforme?*

**M. DECRESSIN :** L'intégration du Portugal à l'UE a joué un rôle crucial dans la refonte du système bancaire. L'élément clé à cet égard est la Seconde directive de coordination bancaire de l'UE, que le Portugal a incorporée dans sa législation en 1992. Cette directive autorise les opérations de banque universelle, donne aux établissements de crédit une licence valable dans tous les pays de l'UE et définit les conditions d'ouverture d'une nouvelle banque ou de fermeture d'une banque existante par la banque centrale. De concert avec les autres membres de l'UE, le Portugal a renforcé la réglementation prudentielle par des directives sur les règles prudentielles de la BRI.

Ces réformes ont ouvert la voie à l'intégration du secteur bancaire portugais au sein de l'UE, processus dont l'euro sera l'agent catalyseur. Dans ce secteur, l'intensifi-

cation de la concurrence et la baisse des taux d'intérêt sur fond d'amélioration des perspectives d'une participation d'emblée à l'UEM ont réduit les marges d'intermédiation. Ce résultat est à l'origine d'un processus de consolidation continu et a amené les banques à forger de vastes liens avec d'autres marchés, notamment les assurances, pour prévenir une concurrence accrue de la part des institutions financières non bancaires dans la mobilisation de ressources et l'exploitation de nouvelles sources de revenus.

**BULLETIN DU FMI :** *Le Portugal est-il bien placé pour faire face à une concurrence accrue dans la zone euro?*

**M. DECRESSIN :** Les cinq grands groupes bancaires du Portugal, qui détenaient près de 80 % des actifs du secteur en 1997, sont assez bien placés à cet égard. En matière de rentabilité, ils supportent bien la comparaison avec d'autres grands groupes européens, quoique la part de leurs revenus qui provient de commissions et sources connexes soit plus faible. Les principales banques européennes ont tendance à être plus grandes et à avoir une productivité plus élevée. Mais les coûts salariaux plus faibles des banques portugaises (et un système de rémunération souple qui relie les salaires à leurs résultats) ont quelque peu compensé l'écart de productivité.

Cependant, plusieurs petites banques risquent de se trouver en butte à une forte concurrence, signe que la consolidation n'en est pas encore à sa fin.

**BULLETIN DU FMI :** *Quels sont les défis à venir?*

**M. DECRESSIN :** Par son rôle de catalyseur, l'euro assurera l'intégration des marchés financiers et donnera un nouvel élan à la restructuration en cours du secteur des services financiers de l'Europe. L'intermédiation s'accroîtra probablement, mais la concurrence aussi, et le secteur bancaire portugais sera ainsi confronté à trois défis.

Premièrement, les banques devront recourir davantage aux redevances et commissions comme sources de revenu tout en réduisant leurs effectifs en surnombre et en rationalisant leur réseau de succursales. Elles ont déjà fait de grands progrès à cet égard. Il leur faudra en outre s'attaquer au problème informatique de l'an 2000.

Deuxièmement, comme les grands groupes bancaires étendent leurs activités à de nouveaux domaines pour préserver leur rentabilité, il faudra adapter en conséquence le contrôle bancaire. Les autorités portugaises travaillent maintenant à la mise en place de systèmes plus structurés et formels de partage de l'information et de coopération entre la Banque du Portugal, l'autorité de contrôle des assurances et la commission de contrôle des opérations en bourse.

Troisièmement, ces dernières années les efforts de restructuration ont été soutenus par une croissance en dépassement de son potentiel et l'expansion du crédit aux ménages. Ces conditions favorables ne peuvent durer indéfiniment. Nous avons analysé, par un modèle économique simple, la sensibilité du système bancaire au cycle économique et avons ainsi pu avoir une idée de la





Ian S. McDonald  
Rédacteur en chef

Sara Kane · Sheila Meehan

Elisa Diehl  
Rédactrices

Philip Torsani  
Maquettiste

Victor Barcelona  
Graphiste

Édition française

Division française  
Bureau des services linguistiques

Jeanne Bouffier  
Traduction

Anne Rousseau  
Correction & PAO

Le *Bulletin du FMI* (ISSN 0250-7412) est publié également en anglais (*IMF Survey*) et en espagnol (*Boletín del FMI*). Aux 23 numéros qui paraissent chaque année s'ajoutent un supplément annuel consacré au FMI ainsi qu'un index annuel. Les opinions et les informations contenues dans le *Bulletin* ne représentent pas nécessairement la position officielle du FMI, de même que les cartes publiées, qui sont extraites de l'Atlas mondial du *National Geographic* (sixième édition). Les articles du *Bulletin* peuvent être reproduits à condition que la source soit citée. Le courrier à la rédaction doit être adressé à Current Publications Division, Room IS7-1100, International Monetary Fund, Washington, DC 20431 (U.S.A.), ou par messagerie électronique à [imfsurvey@imf.org](mailto:imfsurvey@imf.org). Téléphone : (202) 623-8585. Expédition par courrier première classe pour le Canada, les États-Unis et le Mexique et par avion pour les autres pays. Le tarif annuel de l'abonnement est de 79 dollars E.U. pour les entreprises et les particuliers. Les demandes d'abonnement doivent être adressées à Publication Services, Box XS900, IMF, Washington, DC 20431 (U.S.A.). Téléphone : (202) 623-7430. Télécopie : (202) 623-7201. Adresse électronique : [publications@imf.org](mailto:publications@imf.org).

1<sup>er</sup> février 1999

32

baisse de rentabilité à attendre à mesure que la phase d'expansion actuelle arrive à sa fin.

**BULLETIN DU FMI : L'expansion du crédit intérieur est-elle une source de préoccupation?**

M. DECESSIN : En fin de compte, seule la prochaine récession nous le dira, mais la dette des ménages portugais reste inférieure au niveau constaté dans la plupart des pays de l'UE (Allemagne, Pays-Bas et Royaume-Uni, par exemple), et la forte baisse des taux d'intérêt observée ces dernières années a sensiblement allégé la charge financière. En outre, contrairement au crédit aux entreprises non financières, le crédit au ménage est garanti dans sa quasi-totalité et le crédit hypothécaire n'a pas entraîné une expansion de l'immobilier. Enfin, la croissance du crédit aux entreprises non financières, qui est généralement plus sensible aux conditions économiques, est restée modérée jusqu'à récemment. Cependant, la forte accélération de l'expansion du crédit depuis 1997 ne peut pas se poursuivre sans susciter la crainte d'une approbation trop hâtive du crédit. Étant donné que, dans le cadre de l'UEM, la Banque du Portugal ne peut plus relever les taux d'intérêt pour freiner la croissance du crédit, ce résultat ne pourra s'obtenir que par un contrôle plus rigoureux et une surveillance plus minutieuse des pratiques de prêt.

**BULLETIN DU FMI : Quelles sont les leçons à tirer de l'expérience du Portugal?**

M. DECESSIN : La libéralisation a donné lieu à une expansion du crédit comparativement plus faible et plus équilibrée, sans croissance durable des prêts extérieurs nets. En général, l'expansion du crédit qui suit la libéralisation est attribuée à l'accroissement des possibilités de prendre davantage de risques en présence de mécanismes, tels que ceux limitant la responsabilité financière, qui faussent les décisions de prêt des gestionnaires.

L'expérience du Portugal semble confirmer l'idée courante que, pour éviter tout excès, la libéralisation financière doit être progressive, bien orchestrée et soutenue par une politique macroéconomique prudente ainsi qu'un contrôle plus rigoureux. Le Portugal a bénéficié de trois avantages :

- *Une politique macroéconomique prudente.* Une politique monétaire rigoureuse, exigée par la participation de l'escudo au mécanisme de change européen (MCE), et la convergence requise par les critères de Maastricht sont devenues les grands axes de la politique économique du Portugal. Cette politique a limité la possibilité d'expansion du crédit intérieur, surtout après l'abolition des plafonds de crédit.

- *Le bon ordre des réformes.* Le rééquilibrage budgétaire a précédé la libéralisation, puisque l'ensemble du système bancaire avait été conçu pour apporter des financements à faible coût au secteur public. La libéralisation s'est ensuite opérée progressivement. Les banques privées ont fait leur apparition bien avant la déréglementation du système financier, ce qui leur a permis



M. Decessin : La libéralisation du secteur financier portugais a donné lieu à une expansion du crédit comparativement plus faible et plus équilibrée, sans croissance durable des prêts extérieurs nets.

d'affiner leurs connaissances dans un environnement où la possibilité de prendre des risques demeurait limitée. Un dispositif préparatoire à l'adoption d'instruments indirects de contrôle monétaire a été mis en place avant l'abolition des plafonds de crédit, elle-même précédée de la déréglementation des taux d'intérêt, ce qui a permis aux banques d'appliquer des taux de rendement modulés en fonction des risques et de restaurer leur rentabilité. En dernier lieu, les flux de capitaux ont été libéralisés, la privatisation a donné libre cours à la concurrence et la portée des activités a été élargie par l'autorisation des opérations de banque universelle.

Les emprunts extérieurs, dont l'envolée était imminente au début des années 90, ont été freinés par le contrôle temporaire des entrées de capitaux, notamment sous la forme de dépôts obligatoires non rémunérés auprès de la banque centrale sur les prêts de l'étranger et de restrictions aux transactions à terme et à l'achat de titres intérieurs par les non-résidents. Et, lorsque la possibilité de prendre des risques a été sensiblement élargie vers 1992 avec la libéralisation des flux de capitaux et l'autorisation des activités de banque universelle, les turbulences au sein du MCE ont donné aux agents portugais un exemple frappant des risques inhérents aux activités internationales. C'est cette expérience qui aurait freiné la prise de risques par la suite.

- *Un contrôle plus rigoureux.* Le plus important peut-être, c'est que la libéralisation s'est accompagnée d'un renforcement du contrôle exercé par la Banque du Portugal. Plusieurs lois ont conféré à celle-ci une plus grande autonomie et accru ses pouvoirs de surveillance et de contrôle. La réglementation prudentielle a été très renforcée dans le cadre de l'adoption de la Seconde directive bancaire de l'UE. En outre, la Banque du Portugal déclare exercer son contrôle par une approche de plus en plus modulée en fonction des risques et non fondée sur des règles préétablies.

Le rapport des services du FMI n° 98/127, «Portugal: Selected Issues and Statistical Appendix», est en vente au prix de 15 dollars au Service des publications du FMI. Pour le commander, voir page 30.